

изменения отраслевой и секторной структуры экономики, системы ее внешнеэкономических связей. В частности, на наш взгляд, необходимо обеспечить умеренную капиталоемкость экономики и капиталосберегающий тип технического прогресса, наращивание экспорта с высокой долей добавленной стоимости, разумную защиту внутренних производителей от иностранной конкуренции.

К неблагоприятному типу МД относятся многие латиноамериканские страны, экономики которых по основным признакам являются вполне рыночными (страны, так называемого, «периферийного капитализма»⁹), а также большинство переходных экономик. В этих условиях политика рыночных преобразований должна в обязательном порядке дополняться регулированием макродинамических параметров экономики. В обратном случае велика вероятность того, что список стран «периферийного капитализма» расширится.

М.А. ХОМЯКОВА

Институциональные противоречия инвестиционной политики в акционерных обществах

Одной из ключевых проблем экономической теории и хозяйственной практики отечественных предприятий на сегодняшний день является поиск, формирование механизмов, обеспечивающих активизацию инвестиционной деятельности, стимулирование на этой основе необходимых изменений в технологии и структуре основных фондов. Очевидно, что решение данной задачи в рамках классической и неоклассической экономической теории достаточно затруднительно, прежде всего, в связи с тем, что белорусская экономика находится в стадии переходного периода, когда соответствующая институциональная инфраструктура еще не сформировалась.

На мой взгляд, получить ответы на эти вопросы можно, применяя метод институционального анализа. С этой точки зрения важно различать такие понятия, как инвестиционная политика и инвестиционная деятельность. Инвестиционная деятельность экономических субъектов представляет собой собственно деятельность по вложению средств в производство работ, услуг или их иному использованию для получения прибыли или достижения иного

⁹ *Пребиш Р.* Периферийный капитализм: есть ли ему альтернатива? Сокр. пер. с испанского под ред. В.В. Вольского и И.К. Шереметьева. – М.: ИЛА УРА, 1992.

значимого результата. Инвестиционная политика, в свою очередь, это система правил, норм, принципов, с помощью которых осуществляется инвестиционная деятельность.

Формой деловой организации, которая способна наиболее эффективно мобилизовать средства для крупных капиталовложений, является открытое акционерное общество. Одна из ее основных черт – это двойственный характер собственности. С одной стороны, в АО есть собственность на действительный капитал, существующий в форме производственных, товарных и денежных фондов. Этот капитал реально функционирует как одно целое и как таковой представляет собой коллективную собственность, владение, пользование и распоряжение которой совершается общим собранием всех акционеров и выражающими его волю правлением и советом директоров. Действительный капитал функционирующего АО, ни в какой своей части не является объектом чей-то частной собственности. Это общая собственность АО как юридического лица. Во главе АО стоит совет директоров, который нанимает менеджеров для управления компанией в интересах акционеров. Однако, с другой стороны, в АО существует собственность на акции, которые в отличие от капитала действительного, являются капиталом фиктивным. Субъектами этой формы собственности могут быть как отдельные физические лица, так и юридические лица или институциональные инвесторы (банки, страховые компании, пенсионные фонды и т.д.). Как имущество отдельных граждан, акции составляют объект частной собственности этих лиц.

Именно на двойственном характере акционерной собственности основывается теория агентских отношений. Суть проблемы заключается в том, что собственность на капитал не следует путать с управлением компанией (почему так получается, изложено выше). Права акционеров на остаточные решения сводятся к праву на контроль за высшими менеджерами через совет директоров. Такое ограничение прав имеет свои преимущества. В первую очередь – это ограниченная ответственность акционеров, что резко снижает их риск, связанный с инвестициями. Именно это дает возможность всему акционерному обществу мобилизовать капитал для вложения в крупные инвестиционные проекты. Кроме того, акционерная собственность высоколиквидна. Изъятие одним из участников своей доли капитала, путем продажи принадлежащих ему акций, не требует согласия остальных, как, например, в кооперативах.

Однако у разделения права на остаточный доход и права на принятие решений есть и свои недостатки. Они вытекают из невозможности акционеров полностью контролировать действия

управляющих. А так как интересы собственников и администрации во многом отличаются, это может стать мотивом для оппортунистического поведения последних. У отдельного акционера не будет особых стимулов для того, что бы интересоваться деталями деятельности компании, так как большинство из них, ради сокращения риска, держат хорошо диверсифицированный портфель ценных бумаг многих компаний. Их, прежде всего, интересует получение дохода в виде дивидендов или разницы между ценой покупки и ценой продажи акций, а также наличие гарантий возврата вложенного капитала благодаря либо продаже акций, либо получению доли активов при ее ликвидации. Менеджеры, напротив, связывают свое благополучие, благосостояние и будущее в целом со своей компанией. Для них главным является не только получение вознаграждения за свою деятельность, но и сохранение, и развитие фирмы, ее престиж, независимость и самостоятельность в своих действиях, а также собственная экономическая власть.

Противоречия интересов проявляются, в частности, в инвестиционной политике фирмы. Рассмотрим такой источник инвестиций как нераспределенная прибыль. Ее величина зависит от прибыльности работы компании и коэффициента выплаты дивидендов. То есть, чем больше дивидендов выплачивается акционерам, тем меньше внутренних средств остается на инвестиции. Основными внешними источниками привлечения инвестиций являются кредиты и эмиссия акций. Но, привлечение капитала с помощью новых акций обходится дороже, чем использование прибыли, на величину транзакционных издержек. Увеличение внешней задолженности также не выгодно для компании. Хотя акционеры предпочитают увеличивать величину долга до тех пор, пока не останется проектов, доходность по которым выше процентной ставки по займам, тем не менее, это приведет к росту неопределенности в отношении прибыли. Следовательно, хотя менеджер и должен действовать в интересах акционеров, он нередко, пользуясь преимуществом в доступе к экономической информации, начинает проводить политику, которая может интересам акционеров противоречить.

В развитых странах широко используются различные модели и методы, помогающие просчитать такие варианты инвестиционной политики, при которых будут удовлетворяться интересы всех экономических агентов. Например, схема автоматического реинвестирования дивидендов, в рамках которой инвесторы получают возможность получать дивиденды новыми акциями по цене ниже рыночных. Благодаря этому компании сохраняют большую часть прибыли для капиталовложений, а акционеры избегают транзакционных

издержек, сопряженных с reinvestированием дивидендов. Кроме этого, в странах с рыночной экономикой развиты институты, способные мотивировать менеджеров действовать в интересах собственников:

Рынок капитала частично решает проблему асимметричной информации между акционерами и управляющими. Он показывает, насколько выгодно вкладывать средства в ту или иную фирму. Если управляющие проводят политику, неудовлетворяющую интересам собственников, то акционеры будут вкладывать средства в другие компании, что приведет к падению курса акций. Это может повлечь за собой достаточно неприятные последствия. В первую очередь, снижение курса ухудшает условия привлечения дополнительного капитала. Более того, это делает компанию легкой добычей для поглощения, за которым обычно следует смена всего руководства. Кроме этого, развитый рынок капитала делает возможным применение системы бонус-премирования управляющих. Смысл этой системы заключается в том, что управляющим предлагается купить небольшую долю акций по льготной цене. Таким образом, менеджеры сами становятся одними из собственников компании и, следовательно, противоречие интересов решается. Теперь доход управляющих – это не фиксированная ставка, он также зависит от количества начисленных дивидендов и повышения курса акций.

Развитый рынок труда создает конкуренцию между людьми, стремящимися к получению должности управляющего. И если человек, уже занимаемый эту должность будет не достаточно компетентным, или его работа не будет соответствовать интересам собственников, то у совета директоров будет возможность его заменить. Кроме того, плохая репутация как управляющего работника вряд ли послужит ему хорошей рекламой, способствующей получению новой должности.

Страны с переходной экономикой из-за недостаточно продуманной приватизации и неразвитой институциональной инфраструктуры столкнулись с такой проблемой как инсайдерский контроль. Это понятие подразумевает практически неограниченный контроль управляющих над предприятием, и проведение такой политики, которая удовлетворяет их интересы, но которая игнорирует интересы акционеров или самого предприятия.

Существование инсайдерского контроля на предприятии обычно рассматривается как препятствие для привлечения инвестиций. В теории эта проблема известна как «дилемма инсайдеров». Ее суть состоит в том, что практически неограниченный контроль за предприятием со стороны инсайдеров делает его непривлекательным для инвесторов. Это происходит потому, что инвестор, решая, куда вложить средства, требует доступа к объективной информации и контролю за процессом

использования собственных средств. Если же контроль за предприятием находится полностью в руках инсайдера, который монопольно владеет информацией о реальном состоянии дел на предприятии, то не один рациональный инвестор не будет вкладывать деньги, не имея ни реального представления об объекте инвестирования, ни возможности влиять на то, как его деньги используются. Следовательно, инсайдеры должны отказаться либо от планов привлечения инвестиций, либо от безраздельности своего контроля. В основном, отказ происходит от инвестиций. Тем не менее, средства для нормального функционирования фирмы необходимы, поэтому для финансирования приходится использовать внутренние источники. Однако предприятия переходной экономики редко способны создавать достаточно чистой прибыли для того, что бы обеспечить фирме необходимые для развития средства.

Для того чтобы исправить данную ситуацию, необходимо, в первую очередь, создание условий для благоприятного развития институтов (в частности законодательной и финансовой систем), способных ограничивать инсайдерский контроль, защищать интересы всех участников деятельности предприятия и, следовательно, стимулировать привлечение необходимых для работы всей экономики капиталовложений.

Т.Р. ЧАПКОВИЧ, Д.И. ЯРОШЕВИЧ

О концепции «нового соседства» (европейские интеграционные процессы)

В силу многовекторного характера своей внешней политики и особенностей геополитического положения состояние национальной безопасности Беларуси особо чувствительно к динамике объединительных процессов в Европе. Во избежание сопряженных с ними рисков и для укрепления наших политических и экономических позиций на континенте сегодня как никогда остро стоит задача тщательного расчета выгод и недостатков нашего участия в них. Из новейших тенденций европейской интеграции ключевое значение для белорусских интересов имеют становление общего европейского экономического пространства между Россией и Евросоюзом и реализация концепции «соседского» сотрудничества ЕС с его ближайшим окружением.

В марте 2003 года Европейская комиссия распространила официальное послание, адресованное Совету ЕС и Европарламенту,